

订单延期确认，增长潜力依旧

会畅通讯(300578)

评级:	增持	股票代码:	300578
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	52.58/23.06
目标价格:		总市值(亿)	51.87
最新收盘价:	25.89	自由流通市值(亿)	42.11
		自由流通股数(百万)	162.65

事件概述

公司公布半年报，2021H1 实现收入 3.33 亿元，同比增长 19.02%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 1.50%，实现扣非归母净利润 0.41 亿元，同比减少-2.16%。

分析判断:

► 常态化防疫阶段，公司核心业务突出，云视频硬件及 SaaS 业务稳步增长

国内外进入常态化防疫阶段，下游用户工作习惯转变带来持续需求增长，2021H1 公司云视频业务实现收入 3.08 亿元，同比上升 28.55%；毛利率 48.43%，同比下降 4.20pct。

(1) 报告期内，云视频硬件业务实现收入约 2.2 亿元，同比增长 42.6%。其中海外硬件收入同比增长约 113%，国内硬件收入同比增长约 18%。海外业务在经历疫情峰值后，公司将不断开发算法、品控及规模优势，报告期内通过申请深圳市政府 4K 超高清摄像头研究项目、成立硬件实验室等不断提升自身实力，力争打造科技新国货品牌。

(2) 2021H1 公司云视频软件 SaaS 业务收入占比近 30%。报告期内，基于信创和 UOS 的国产云视频平台进一步适配鸿蒙等系统，支持全国产操作系统，累计用户量已突破 150 万。公司将长期对标国内一线软件公司 SaaS 业务收入水平，纳入营业管理跟踪指标。

► 费用端基本维稳，理财购买力度加大致使现金流出显著增加

费用端，整体费用率为 35.54%，较去年同比下降 0.03pct，基本保持不变。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.30%/17.65%/7.88%/0.69%，同比变化+0.42pct/-0.30pct/+0.25pct/0pct，其中销售费用增加幅度较大，主要系公司本期加大产品销售力度；管理费用减少幅度较大，主要系股权激励费减少。

资产端和现金流，2021H1 公司现金及现金等价物净增加额显著减少，同比下降 1225.15%，主要系本期支付经营、投资、筹资活动的现金流出较多；期末公司货币资金为 0.99 亿元，较去年同期减少 10.75%，主要系本期购买理财较多。存货等其他资产基本维稳。

► “云+端+行业”战略稳步践行，产品实力不断加强，为公司业绩增长提供持续动力

(1) 报告期内公司稳步践行“云+端+行业”的全产业链布局，通过加强与核心生态伙伴的合作，助力政企常态化防疫以及打造破除传统、顺应时代浪潮的新生态合作体系来持续构建国内云视频生态系统。

(2) 公司不断加大音视频底层技术的研发投入，逐步换来高市场品牌认可度。报告期内，整体研发费用较去年同期增长近 50%；智能视频会议弗若斯特雷达图中显示，公司的云视频产品仅次于华为，位居领导者象限，“专精特新”竞争优势明显。

投资建议

维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润 1.6 亿元、2.1 亿元、2.8 亿元，对应现价 PE 分别为 32.9X/24.7X/18.5X，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧影响毛利率风险；海外订单不及预期；国内信创业务进度不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	535	788	1,007	1,283	1,641

YoY (%)	139.2%	47.4%	27.8%	27.4%	28.0%
归母净利润(百万元)	90	120	157	210	280
YoY (%)	459.2%	33.5%	30.8%	33.3%	33.4%
毛利率 (%)	51.7%	53.4%	55.1%	55.9%	56.5%
每股收益 (元)	0.45	0.60	0.79	1.05	1.40
ROE	8.2%	9.3%	10.7%	12.5%	14.2%
市盈率	57.50	43.09	32.94	24.71	18.52

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 宋辉

邮箱: songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话:

分析师: 柳珺廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	788	1,007	1,283	1,641	净利润	126	165	220	293
YoY (%)	47.4%	27.8%	27.4%	28.0%	折旧和摊销	21	9	8	8
营业成本	367	452	566	714	营运资金变动	114	-76	-41	-77
营业税金及附加	4	5	7	9	经营活动现金流	256	93	183	218
销售费用	91	141	173	218	资本开支	-47	-47	-42	-44
管理费用	126	163	207	265	投资	-91	0	0	0
财务费用	10	-1	-3	-5	投资活动现金流	-136	-38	-33	-33
资产减值损失	-3	-1	-1	-1	股权募资	0	26	0	0
投资收益	2	9	9	11	债务募资	174	-10	0	0
营业利润	150	192	258	344	筹资活动现金流	29	13	-3	-3
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	146	68	147	182
利润总额	150	193	259	345					
所得税	24	28	39	51	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	126	165	220	293	成长能力				
归属于母公司净利润	120	157	210	280	营业收入增长率	47.4%	27.8%	27.4%	28.0%
YoY (%)	33.5%	30.8%	33.3%	33.4%	净利润增长率	33.5%	30.8%	33.3%	33.4%
每股收益	0.60	0.79	1.05	1.40	盈利能力				
					毛利率	53.4%	55.1%	55.9%	56.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	16.0%	16.4%	17.1%	17.9%
货币资金	287	355	502	684	总资产收益率 ROA	6.9%	7.9%	9.2%	10.4%
预付款项	14	17	22	27	净资产收益率 ROE	9.3%	10.7%	12.5%	14.2%
存货	138	151	198	246	偿债能力				
其他流动资产	351	476	553	689	流动比率	2.30	2.50	2.62	2.75
流动资产合计	790	999	1,274	1,646	速动比率	1.85	2.07	2.16	2.29
长期股权投资	2	2	2	2	现金比率	0.83	0.89	1.03	1.14
固定资产	39	47	53	60	资产负债率	24.4%	24.2%	24.7%	25.2%
无形资产	54	79	106	132	经营效率				
非流动资产合计	949	986	1,018	1,052	总资产周转率	0.45	0.51	0.56	0.61
资产合计	1,739	1,986	2,292	2,698	每股指标 (元)				
短期借款	10	0	0	0	每股收益	0.60	0.79	1.05	1.40
应付账款及票据	88	102	130	163	每股净资产	6.45	7.37	8.41	9.81
其他流动负债	246	297	356	435	每股经营现金流	1.28	0.46	0.91	1.09
流动负债合计	344	399	486	598	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	69	69	69	69	估值分析				
其他长期负债	12	12	12	12	PE	43.09	32.94	24.71	18.52
非流动负债合计	81	81	81	81	PB	6.21	3.51	3.08	2.64
负债合计	425	480	567	679					
股本	174	200	200	200					
少数股东权益	23	30	40	53					
股东权益合计	1,315	1,506	1,726	2,019					
负债和股东权益合计	1,739	1,986	2,292	2,698					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。